

GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUSTENTABILIDADE: UMA RELAÇÃO NECESSÁRIA

Cláudia Bomfá Caldas¹
Elmo Tambosi Filho²
Almir Martins Vieira³

RESUMO: A governança corporativa (GC) exige que as organizações adotem uma estrutura que proteja os direitos dos acionistas e assegure a divulgação e a transparência de fatos relevantes e suas demonstrações contábeis. No Brasil, a BM&FBOVESPA criou níveis diferenciados de GC a fim de estimular o interesse de investidores e auxiliar na valorização das empresas e nas boas práticas de governança. Em 2005, foi criado o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), referência nas boas práticas de sustentabilidade e comprometimento das empresas. Neste contexto, este estudo visa verificar se existem diferenças entre as médias dos retornos mensais das ações das empresas quanto à GC e ao ISE. O método utilizado foi o *Paired-Samples T Test*. Os resultados demonstraram que existe diferença significativa entre as médias dos retornos mensais, apesar de não ser possível afirmar que a GC e o ISE não agregam valor às empresas e aos acionistas, pois o momento econômico analisado coincide com a crise financeira do *subprime*, que atingiu as principais bolsas de valores do mundo.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Índice de Sustentabilidade Empresarial, valor das ações.

Corporate governance and sustainability: a necessary relationship

ABSTRACT: Corporate Governance (GC) demands organizations to adopt a structure that protects the rights of the stockholders, and assures disclosure and transparency of relevant facts and their accounting demonstrations. In Brazil, in 2000, BM&FBOVESPA created differentiated levels of GC, in order to stimulate the interest of investors. Along with this concern, there is another one, which refers to sustainability. In 2005,

¹ Mestre (2012) em Administração pela Universidade Metodista de São Paulo. Professora da Faculdade de Gestão e Serviços (FAGES) da Universidade Metodista de São Paulo (UMESP). claudiabomfa@gmail.com

² Doutor em Engenharia de Produção pela UFSC (2003). Professor do Programa de Pós-Graduação (mestrado) em Administração da Universidade Metodista de São Paulo (UMESP). elmotf@hotmail.com

³ Doutor em Educação pela UNESP (2007). Coordenador do Programa de Pós-Graduação (mestrado) em Administração e Pesquisador da Cátedra de Gestão de Cidades da Universidade Metodista de São Paulo (UMESP). almir.vieira@gmail.com

BM&FBOVESPA created the Corporate Sustainability Index (ISE), as a reference to the good practices of sustainability and commitment between the companies. In this context, the following study aims to verify whether there are differences between the average of the monthly returns to the companies involved in GC and the ISE. The method used to test the hypothesis was the *Paired-Samples T Test*. The results obtained show that the null hypothesis is discarded ($CG_ISE / p = 0,030 < 0,05$), once there is a significant difference between the average of the monthly returns. However, it is not possible to generalize by stating that the GC and the ISE do not add value to the company and its stockholders, because the economic moment coincides with the subprime mortgage crisis, which affected the BM&FBOVESPA stock, especially in 2008.

Keywords: Corporate Governance, Corporate Sustainability Index, stock value.

INTRODUÇÃO

O mercado de capitais compõe uma das principais vertentes do Sistema Financeiro Nacional, sendo responsável pela circulação de um grande volume de capital a médio e longo prazo, colaborando significativamente com o desempenho econômico brasileiro. De acordo com Rogers e Ribeiro (2004), a partir da década de 80, o mercado de capitais no Brasil se tornou mais flexível, mudando sua legislação e criando novas possibilidades para a captação de recursos. Frente a isto, houve uma grande abertura de capitais por parte de empresas brasileiras, expandindo assim o mercado de capitais no país.

Berle Jr. e Means (1932) afirmam que nas organizações complexas a propriedade é separada do controle, em que o acionista (principal) delega para um gestor (agente) o poder de tomadas de decisão. Esta transferência de poder causa o chamado conflito de agência, que ocorre quando o poder está nas mãos de gestores cujos interesses não são iguais aos dos acionistas (FAMA; JENSEN, 1982). Como forma de resolver o conflito de agência, surge a Governança Corporativa (GC), sendo um sistema que monitora o controle nas organizações, fortemente ligado à estrutura de propriedade, às características do sistema financeiro, à densidade e profundidade do mercado de capitais e ao arcabouço legal da economia (RABELO; SILVEIRA, 1999). A GC vem sendo considerada como foco da alta gestão nas organizações, principalmente a partir dos escândalos ocorridos no mercado americano, por conta das fraudes contábeis de empresas como Enron e WorldCom (GRUN, 2011).

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2011) a GC garante como princípios básicos: o direito dos acionistas; o tratamento equânime dos acionistas (*shareholders*); o direito das partes interessadas (*stakeholders*); a divulgação; a transparência; e a responsabilidade do conselho.

De acordo com Colombo e Galli (2010), no Brasil, a bolsa de valores BM&FBOVESPA criou, no ano 2000, níveis diferenciados de GC, que determinam algumas regras e códigos de conduta, aos quais as empresas aderem voluntariamente a determinado nível, demonstrando ao mercado um maior comprometimento com os interesses de seus acionistas. O IBGC, reconhecido nacional e internacionalmente como órgão de difusão das melhores práticas de GC na América Latina, lançou, em 2009, a quarta edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Este código tem a intenção de tornar o ambiente organizacional mais sólido, justo, responsável e transparente. De acordo com Bianchi e outros (2009, p. 9), este código também abrange o que se refere à responsabilidade corporativa, mencionando que “os conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo e sustentabilidade), e, portanto, incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações”.

A BM&FBOVESPA (2011) demonstra que há uma tendência mundial dos investidores procurarem empresas socialmente responsáveis. Com isso, no Brasil, a Bolsa de Valores e um conjunto de instituições criaram, em 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) que tem como base o conceito internacional conhecido como *Triple Bottom Line* (TBL), o qual abrange os elementos ambientais, sociais e econômicos. Este índice tem como objetivo “refletir o retorno de uma carteira composta por ações com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial, e também atuar como promotor das boas práticas no meio empresarial brasileiro” (BM&FBOVESPA, 2011).

De acordo com este panorama, esta pesquisa pretende responder à seguinte questão: existe diferença entre as médias dos retornos mensais das

ações quanto à adesão das empresas à Governança Corporativa e ao Índice de Sustentabilidade Empresarial?

Justifica-se tal preocupação porque o campo de estudo sobre GC vem crescendo amplamente, principalmente após a falência de grandes empresas por fraudes em sua contabilidade e na grande questão do conflito de agência entre os *shareholders* e *stakeholders*. Da mesma forma, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), criado em 2005, vem sendo objeto de estudos que desejam explorar os conceitos de responsabilidade social e sustentabilidade. Ou seja, a investigação pode oferecer um retrato do mercado acionário em relação à adesão aos níveis de GC e à listagem no ISE.

Para tanto, este trabalho está estruturado em seis partes, além desta introdução. As três primeiras apresentam os principais conceitos sobre a temática escolhida, de acordo com os autores que já publicaram estudos semelhantes. A quarta traz a postura metodológica assumida, seguida da quinta parte, que contém a análise dos dados. A última parte contém as considerações finais decorrentes das inferências apresentadas na pesquisa.

1. MERCADO DE CAPITAIS

De acordo com Vieira e Mendes (2006, p. 105), “a formação das empresas e seu desenvolvimento no Brasil foram baseados, em grande parte, em uma estrutura familiar”. Os autores afirmam que, no início do século XX, “as companhias contavam com uma estrutura de capital pouco alavancada e eram em sua maioria administradas por seus proprietários”.

O ano de 1965 representa um marco importante no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pois neste ano foi instituída a Lei nº 4.728/65, conhecida como a Lei do Mercado de Capitais (BARBOSA NETO, 2008). Esta lei tem o objetivo de disciplinar o mercado de capitais e estabelecer medidas para seu desenvolvimento. O artigo 1º desta lei informa que “os mercados financeiros e de capitais serão disciplinados pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e fiscalizados pelo Banco Central (BCB) da República do Brasil” (BRASIL, 1965).

Em 1976, foram instituídas duas leis importantes para o mercado de capitais brasileiro: a primeira foi a Lei nº 6.385/76, que trata da criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que compreende ações, debêntures, bônus de subscrição, certificados de depósitos de valores mobiliários, cotas de fundos ou clubes de investimentos em valores mobiliários, notas comerciais, contratos futuros, de opções e outros derivativos (BRASIL, 1976a). A CVM tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2011). A segunda trata-se da Lei nº 6.404/76, que dispõe sobre as sociedades por ações e estabelece, em seu primeiro artigo, que “a companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço da emissão das ações subscritas ou adquiridas” (BRASIL, 1976b).

As inovações financeiras ocorridas a partir dos anos 80 e 90 aumentaram a flexibilidade deste mercado, possibilitando que boa parte dos recursos levantados fosse originária de títulos de dívida direta. O mercado de capitais passou a prosperar a partir dos anos 90, por conta da significativa entrada de capitais estrangeiros decorrentes da política de abertura financeira e comercial (ROGERS; RIBEIRO, 2004), sendo esta abertura econômica decorrente da Resolução nº 1.289/87, do Conselho Monetário Nacional (CMN), que em seu embasamento “aprova os regulamentos que disciplinam respectivamente a constituição, o funcionamento e a administração de Sociedade de Investimento, Capital Estrangeiro e Carteira de Títulos e Valores Mobiliários” (BRASIL, 1987).

Diante deste cenário, o volume de investidores estrangeiros atuantes do mercado de capitais brasileiro aumentou consideravelmente e, ao mesmo tempo, empresas brasileiras passaram a investir no mercado externo através das bolsas de valores, se capitalizando por meio de valores mobiliários estrangeiros (BRASIL, 2011). Por muito tempo, o perfil dos investidores brasileiros foi basicamente de curto prazo. Vieira e Mendes (2006, p. 106) afirmam que “esta alta liquidez fez do Brasil um mercado atrativo para capitais de curto prazo pouco preocupados com

questões como dividendos, lucros, conselho de administração e práticas de gestão”.

Com a participação das empresas brasileiras no mercado externo, as práticas adotadas no exterior passaram a ser mais transparentes, empregando princípios de GC. Desta forma, investidores brasileiros passaram a lidar com acionistas mais exigentes e sofisticados e “o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e às incertezas em relação às aplicações financeiras” (BRASIL, 2011).

A Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, é uma das principais iniciativas do governo, pois atualiza a Lei nº 6.404 das Sociedades Anônimas. Segundo Vieira e Mendes (2006, p. 109), esta atualização visa “propiciar que acionistas minoritários reduzam riscos e maximizem sua participação no controle da empresa”. Algumas destas alterações incidiram no artigo 4º, que anteriormente afirmava que “a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em bolsa ou no mercado de balcão” (BRASIL, 1976b). Sua redação atual mostra que “a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários” (BRASIL, 2011).

Ao final dos anos 90, o Brasil enfrentava uma grande crise em seu mercado de capitais, vivenciando brusca redução do número de companhias e do volume negociado neste mercado. Diante deste panorama, em 2001, a bolsa de valores Bovespa criou o Novo Mercado, que trata de um segmento especial de companhias que se propuseram a adotar boas práticas de GC, a título voluntário (VIEIRA; MENDES, 2006).

A Lei 11.638, de 2007, é outra grande iniciativa do governo que fez com que o Brasil entrasse em um período de mudanças em suas normas contábeis, especialmente para as sociedades anônimas, em busca de “consonância com os padrões internacionais de contabilidade adotados nos principais mercados de valores mobiliários” (BRASIL, 2007). Desta forma, esta padronização aproxima o Brasil dos mercados externos e facilita a entrada de investidores estrangeiros.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E TEORIA DA AGÊNCIA

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato estabelecido entre uma ou mais pessoas, no qual o chamado “principal” contrata outra pessoa, conhecida como “agente”, para desenvolver alguns serviços a seu favor, delegando a ele autoridade para tomada de decisões. De acordo com estes autores, ambas as partes devem objetivar a maximização da organização, porém quando acontece esta delegação de autoridade, do principal para o agente, o poder do principal sobre as ações da empresa diminui, o que ocasiona o conflito de agência. Para Fama e Jensen (1983), a disputa pelo maior poder entre o principal e o agente acontece porque o processo de decisão vai para as mãos de administradores profissionais, cujos interesses não são idênticos aos dos proprietários.

Os custos de agência podem surgir em qualquer situação que envolva esforços cooperativos entre duas ou mais pessoas, mesmo quando a relação entre o principal e o agente não estiver perfeitamente delimitada (JENSEN; MECKLING, 1976), ou seja, uma “relação de agência pura”, qualidade das corporações modernas. Os autores afirmam que, como o agente nem sempre atua com o mesmo interesse do principal, são necessárias técnicas de monitoramento destes conflitos de interesses, como o monitoramento da conduta dos administradores ou perdas residuais, que tratam das perdas em unidades monetárias decorrentes da redução do bem-estar do principal em função de divergências com o agente.

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que a GC lida com o problema de agência no sentido da separação entre a gestão e as finanças. A grande questão, para estes autores, é descobrir formas pelas quais os fornecedores de recursos obtenham para si o retorno sobre seu investimento. De acordo com Okimura (2003), uma simples solução para a minimização dos custos de agência seria a elaboração e a estruturação de contratos completos (ou perfeitos) entre o principal e o agente.

No Brasil, segundo Rodriguez e Brandão (2010), um instrumento que tem sido utilizado para suavizar o conflito de agência é o chamado “acordo de acionistas”. Os autores afirmam que este acordo tem sido mais associado às empresas de controle não familiar, visto seu aumento significativo no país, porém empresas familiares também podem firmar este tipo de acordo.

De acordo com Marques (2007), as reformas econômicas e sociais, ocorridas nos anos 90 no Brasil, provocaram algumas transformações significativas na estrutura do controle societário das empresas brasileiras. Houve um aumento significativo de investimentos estrangeiros, o que reforça a necessidade das empresas se adaptarem aos requisitos da padronização internacional. Como resultado desta necessidade, foi publicado pelo IBGC, em 1999, o primeiro código sobre GC (IBGC, 2011).

Lethbridge (1997) destaca que um sistema de GC é formado por um conjunto de instituições e regulamentos que administram a relação entre acionistas, administradores e a prestação de contas, refletindo suas características sob as formas de organização, prioridades políticas e sociais.

Segundo Vieira e Mendes (2006, p. 49) “a vida corporativa no Brasil e no mundo tem passado por inúmeros percalços pautados na falta de transparência, além da ausência de participação efetiva dos acionistas nos conselhos das empresas”. Para Marques (2007), o modelo empresarial de GC no Brasil encontra-se em momento de transição. A autora afirma que o país caminha para uma nova estrutura de empresas, com participação ativa de investidores institucionais, com foco na eficiência econômica e transparência em sua gestão.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUSTENTABILIDADE

Na concepção de Barontini (2005), uma boa governança é uma ferramenta que estimula o processo de criação de valor agregado e sustentabilidade organizacional no longo prazo, afastando assim do perigo de desastrosos escândalos corporativos. Rodriguez e Brandão (2010, p. 45) afirmam que o desenvolvimento das economias não tem sido muito sustentável, pois a “expansão da capacidade produtiva dos países tem conduzido o planeta Terra a uma

degradação ambiental sem precedentes e à necessidade imperiosa de mudanças”.

Na visão de Rodriguez e Brandão (2010, p. 48), o contexto de sustentabilidade exige das empresas: assumir uma visão clara quanto ao seu papel no contexto social e econômico; adotar princípios éticos por reflexão interna dos dirigentes organizacionais; estabelecer políticas de GC consistentes e coerentes; desenhar uma boa estratégia, coerente com princípios éticos e considerando aspectos econômicos, sociais e ambientais, respeitando a comunidade e o meio ambiente e informar corretamente seus públicos relevantes (*stakeholders*) e a sociedade.

O Instituto ETHOS (2011) desenvolveu indicadores a fim de que as empresas os utilizem como uma ferramenta de gestão para diagnosticar e planejar práticas de responsabilidade social, abrangendo valores, transparência e governança, público interno, meio ambiente, fornecedores, consumidores e clientes, comunidade e governo e sociedade (INSTITUTO ETHOS, 2011).

Ao projetar uma tendência dos investidores buscarem empresas socialmente responsáveis, sustentáveis e rentáveis, a BM&FBOVESPA (2011) criou o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), que tem por objetivo “refletir o retorno de uma carteira composta por ações de empresa com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social e a sustentabilidade empresarial, e também como promotor das boas práticas no meio empresarial brasileiro” (BM&FBOVESPA; 2011).

O cálculo do índice é feito “ao longo do período regular de negociação, considerando os preços dos últimos negócios efetuados no mercado à vista com ações componentes de sua carteira” (BM&FBOVESPA; 2011), pela fórmula:

$$ISE_{(t)} = ISE_{(t-1)} * \frac{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t}}{\sum_{i=1}^n Q_{i,t-1} * P_{i,t-1}}$$

Onde:

ISE_(t) = valor do índice no dia t

ISE_(t-1) = valor do índice no dia t – 1

n= número de ações integrantes da carteira teórica do índice

Q_{i,t-1}= quantidade teórica da ação i disponível à negociação no dia t-1

P_{i,t} = preço da ação i no fechamento do dia t

Pi_{t-1} = preço do fechamento da ação i no dia $t-1$, ou seu preço ex-teórico no caso da distribuição de proventos neste dia.

Na opinião de Goularte e Alvim (2011, p. 83) a construção de índices como o ISE “contribui para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, além de mostrar que as principais empresas do país estão se preparando para uma economia de baixo carbono”.

Para Ferreira (2010), tais investimentos são classificados como Investimentos Socialmente Sustentáveis (*Socially Responsible Investment – SRI*), pois geram valor aos acionistas e são fortalecidos ao longo do tempo. A BM&FBOVESPA (2011), em suas informações sobre o próximo processo seletivo das empresas que comporão a carteira do ISE em 2012/2013, menciona alguns objetivos estratégicos estabelecidos para 2011-2015: fortalecimento dos canais de comunicação e diálogo com as partes interessadas; ampliação da abertura de informações ao mercado; benefícios adicionais às empresas participantes do novo processo, como a participação em reuniões com a Fundação Getúlio Vargas para esclarecimentos e preparação das evidências comprobatórias para a seleção.

4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para este trabalho, assumiu-se uma abordagem quantitativa, sendo que o método escolhido para a investigação é do tipo quantitativo-descritivo, com a utilização da técnica estatística *Paired-Samples T Test*, que trata do “Teste t de Student”, utilizado para comparação de médias populacionais a partir de amostras aleatórias relacionadas, através do software *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS®). Beuren (2006, p. 92) afirma que “a abordagem quantitativa caracteriza-se pelo emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento dos dados”.

A amostra, conforme o Quadro 1, é composta por empresas que estão listadas na Governança Corporativa por cinco anos e tenham aderido ao ISE nos cinco anos subsequentes, compondo assim o período de dez anos para a análise.

Quadro 1. Amostra de empresas listadas na GC_ISE

EMPRESAS GC-ISE	PERÍODO ANTES (5 ANOS GC)	PERÍODO DEPOIS (5 ANOS GC+ISE)
CCR SA ON	01.02.2002 a 31.01.2007	01.02.2007 a 01.02.2012
Gerdau PN	26.06.2001 a 25.06.2006	26.06.2006 a 26.06.2011
Itausa PN	26.06.2001 a 25.06.2006	26.06.2006 a 26.06.2011
ItauUnibanco PN	26.06.2001 a 25.06.2006	26.06.2006 a 26.06.2011
Cemig PN	17.10.2001 a 16.10.2006	17.10.2006 a 17.10.2011

Fonte: elaborado pelos autores

Os valores utilizados nos testes são as médias dos retornos mensais, nas quais primeiramente foram calculadas as médias mensais para o período de cinco anos antes e para o período de cinco anos depois, conforme descrito abaixo. Foram geradas 120 médias para cada empresa, sendo 60 para o período “Antes” e 60 para o período “Depois”.

$$\mu_n = (\text{preço de fechamento último dia} / \text{preço de fechamento primeiro dia}) - 1$$

O *Paired-Samples T Test* compara as médias de duas variáveis para um único grupo. Este procedimento calcula as diferenças entre os valores das duas variáveis para cada caso e testa se a média é diferente de zero, considerando as seguintes hipóteses:

$$H_0: \mu_x = \mu_y$$

$$H_1: \mu_x \neq \mu_y$$

A hipótese nula H_0 afirma que as médias das amostras são iguais e a hipótese alternativa H_1 afirma que as médias são diferentes.

Fávero e outros (2009, p. 128) esclarecem que “este teste é aplicado para verificar se as médias de duas amostras relacionadas, com distribuição normal, extraídas da mesma população, são ou não significativamente diferentes”. Estes autores afirmam ainda que o teste exige que as variâncias de cada amostra sejam iguais entre si (homocedasticidade). Para tanto, a amostra passou pelo teste de normalidade Shapiro-Wilk e de homocedasticidade (homogeneidade) Levene. De acordo com os mesmos autores, o teste Shapiro-Wilk “testa se a variável em estudo possui ou não uma distribuição normal”, para o caso de amostras com $n < 30$, considerando as seguintes hipóteses: a hipótese nula H_0 afirma que a amostra provém de uma população normal e a hipótese alternativa H_1 afirma que

a amostra não provém de uma população normal. Para os mesmos autores, o teste de Levene verifica a homogeneidade das variâncias, que é uma das suposições exigidas para comparar duas ou mais populações.

Este teste considera as seguintes hipóteses: a hipótese nula H_0 afirma que as variâncias populacionais, estimadas a partir de k amostras representativas, são homogêneas ou iguais e a hipótese alternativa H_1 afirma que pelo menos uma variância populacional é diferente das demais.

$$H_0: \sigma_1^2 = \sigma_2^2 = \dots = \sigma_k^2$$

$$H_1: \exists_{i,j}: \sigma_i^2 \neq \sigma_j^2 \quad (i,j = 1, \dots, k)$$

Na tabela 1 estão os valores utilizados nos testes *Shapiro-Wilk*, *Levene* e *Paired-Samples T Test*, com as médias dos retornos mensais das empresas de cada amostra:

Tabela 1. Médias GC_ISE

Empresa_GC_ISE	Antes_GC_ISE	Depois_GC_ISE
CCR SA ON	0,034211442	0,013559635
Gerdau PN	0,045938354	0,000343842
Itausa PN	0,024522463	0,010543534
ItauUnibanco PN	0,015657026	0,005639195
Cemig PN	0,022303704	0,007180739

Fonte: Elaborado pelos autores.

A tabela 1 considera para a amostra selecionada as médias dos retornos mensais das ações no período de cinco anos de adesão à Governança Corporativa (Antes_GC_ISE) e cinco anos com Governança Corporativa e Índice de Sustentabilidade Empresarial (Depois_GC_ISE).

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Os níveis de significância (GC_ISE) apresentam valores de “Sig. $p > 0,05$ ” para as médias dos retornos mensais dos períodos: “Antes” e “Depois”. Isto significa que não se rejeita a hipótese nula H_0 , podendo concluir que a distribuição dos dados é normal.

Tabela 2. Teste de Normalidade Shapiro-Wilk

	Statistic	Df.	Sig.
Antes GC_ISE	,952	5	,749
Depois CG_ISE	,986	5	,965

Fonte: elaborado pelos autores, *output* SPSS.

Pelo uso do SPSS, procedeu-se ao *Paired-Samples T Test*, a fim de se detectar a existência (ou não) de diferença entre as médias dos retornos mensais.

Tabela 3. *Paired-Samples T Test*

	T	Df.	Sig. (2-tailed)
Antes e Depois CG_ISE	3,313	4	,030

Fonte: elaborado pelos autores, *output* SPSS.

Este nível de significância inferior a 0,05 leva à rejeição da hipótese nula, a qual afirma que as médias são iguais ao longo do tempo. Tal resultado indica que as médias dos retornos mensais das ações das empresas apresentam diferenças significativas quando comparadas a um período de cinco anos listadas na GC e cinco anos subsequentes listadas no ISE.

O primeiro período analisado, conforme o quadro 1, compreende os anos de 2001 a 2006, ocasião não atingida pela crise financeira, cujas ações ainda estavam em alta; o segundo período contempla 2006 a 2011, período onde a crise inicia e chega ao seu auge em 2008, refletindo também nos demais anos do período analisado, fator que pode ter influenciado a queda das referidas ações.

No segundo período analisado, todas as empresas apresentaram baixa nos valores das médias dos retornos mensais (Tabela 1), período que coincide com o início do ISE. Desta forma, não se pode afirmar que as médias dos retornos mensais sofreram queda em decorrência da entrada no ISE, mas possivelmente por influência da crise financeira do *subprime* que abalou as principais bolsas de todo o mundo. Desta forma, a hipótese nula é rejeitada, pois as médias apresentam diferenças significantes nos dois períodos analisados.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados permitiram constatar que, para a amostra GC_ISE ($p = 0,030 < 0,05$), a hipótese nula - de que as médias são iguais, foi rejeitada, evidenciando

que as médias das empresas não são iguais em relação ao período no qual eram listadas somente na GC, em relação ao período de adesão ao ISE. Para melhor compreender estes resultados, se faz necessária uma análise dos valores das médias dos retornos mensais: é possível perceber que a média de todas as empresas apresentou queda no segundo momento analisado, o qual se refere ao período pós-entrada no ISE. Diante disto, é preciso analisar com prudência, pois esta queda no desempenho das ações não significa necessariamente que a adesão ao ISE não agregou valor à empresa e aos acionistas.

Vale salientar que fatores externos podem ter influenciado esta queda, como a crise do *subprime*, que se alastrou por todo sistema financeiro, alcançando proporções globais (DULCI, 2009), incluindo a economia brasileira, que não saiu imune aos efeitos desta crise externa. As empresas que compõem a amostra pertencem aos respectivos setores de atuação: financeiro, materiais básicos, utilidade pública e construção e transporte. Segundo Dulci (2009), considerando produção e comércio, a crise do *subprime* atingiu, no Brasil, especialmente o crédito, que ficou caro e paralisado no mercado interbancário e entre o fluxo de bancos para as empresas; além da elevada queda nos preços de produtos básicos para exportação, *commodities*, matérias-primas e alimentos, que apresentavam cotações em alta até início de 2008.

Os resultados são coerentes com a literatura, que preconiza que tais índices, por serem recentes e não concentrarem algumas empresas de renome como, por exemplo, a Petrobrás, não demonstram diferenças de desempenho de rentabilidade das empresas contidas e não contidas nestes índices. Além do mais, as empresas do mercado tradicional têm volume de negociação muito semelhante às empresas dos demais índices.

Como limitações do trabalho, pode-se destacar a quantidade de empresas por amostra, fator evidenciado pelos critérios estabelecidos anteriormente; o tempo de existência do ISE e da GC, que são relativamente novos; e a ocorrência de evento externo, como a crise do *subprime*, que não permitiu uma análise em um período economicamente estável. Para estudos futuros, sugere-se uma

investigação que envolva uma gama maior de empresas, bem como pesquisas que comparem amostras de diferentes cenários (períodos mais amplos e presença em diferentes mercados).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BARBOSA NETO, J. M. *O mercado de ações no Brasil e o ciclo de abertura de capital no período 2004/2007: um estudo exploratório-descritivo*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2008.

BARONTINI, G. A nova era da Governança Corporativa. *Revista RI*. Rio de Janeiro, n. 91, p. 20-21, Set, 2005.

BERLE JR., A. A.; MEANS, G. C. *The modern corporation and private property*. New York: The Macmillan Company, 1932.

BEUREN, I. M. (Org.) *Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade – Teoria e Prática*. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2006. 200 p.

BIANCHI, M; SILVA, C. V.; GELATTI, R.; ROCHA, J. M. L. A evolução e o perfil da Governança Corporativa no Brasil: um levantamento da produção científica do ENANPAD entre 1999 e 2008. *Revista ConTexto*, v. 9, n. 15, p. 1-26, Porto Alegre, jan/jun, 2009.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, (BM&FBOVESPA), 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 09 nov 2013.

BRASIL. Lei nº 4.728/65, de 14 de julho de 1965. *Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento*. Brasília, 1965.

BRASIL. Lei nº 6.385/76, de 7 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários*. Brasília, 1976a.

BRASIL. Lei nº 6.404/76, de 15 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre as sociedades por ações*. Brasília, 1976b.

BRASIL. Resolução nº 1.289/87, de 20 de março de 1987. *Aprova os regulamentos que disciplinam respectivamente a constituição, o funcionamento e a administração de Sociedade de Investimento – Capital Estrangeiro, Fundo de Investimento – Capital Estrangeiro e Carteira de Títulos e Valores Mobiliários*. Brasília, 1987.

BRASIL. Lei nº 11.368/07, de 28 de dezembro de 2007. *Altera e revoga dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras*. Brasília, 2007.

BRASIL. Portal do Investidor: Comissão de Valores Mobiliários. *História do Mercado de Capitais*, 2011.

COLOMBO, J. A; GALLI, O. C. Governança Corporativa no Brasil: níveis de governança e rendimentos anormais. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, v. 9, n. 4, p. 26-37, Lisboa, out/dez, 2010.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM), 2011. Atribuições CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/acvm/atribuic.asp>>. Acesso em: 18 set 2013.

DULCI, O. S. Economia e política na crise global. *Revista Estudos Avançados*, v. 23, n. 65, p. 105-119, 2009.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency Problem and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 327-349, 1983.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 646 p.

FERREIRA, R. U. Os discursos empresariais sobre sustentabilidade podem alavancar o valor das empresas no mercado. *Revista Versão Beta - UFSCAR*. São Paulo, v. 60, n. 1, p. 193-201, 2010.

GOULARTE, B. S.; ALVIM, A. M. A comercialização de créditos de carbono e seu impacto econômico e social. *Revista Análise*. Porto Alegre, v. 22, n. 1, p. 72-88, 2011.

GRUN, R. Escândalos, tsunamis e marolas: apontamentos e desapontamentos sobre um traço recorrente da atualidade. *Rev. bras. Ci. Soc.*, São Paulo, v. 26, n. 77, 2011.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC), 2011. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Home.aspx>>. Acesso em: 12 dez 2013.

INSTITUTO ETHOS DE EMPRESAS E RESPONSABILIDADE SOCIAL (Instituto ETHOS), 2011. Disponível em: <<http://www1.ethos.org.br/EthosWeb/Default.aspx>>. Acesso em: 12 out 2013.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LETHBRIDGE, E. Governança Corporativa. *Revista do BNDES*, n. 8, p. 209-232, 1997.

MARQUES, M. C.C. Aplicação dos princípios da Governança Corporativa ao Sector Público. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 11, n. 2, p. 11-26, Curitiba, 2007.

OKIMURA, R. T. *Estrutura de propriedade, Governança Corporativa e desempenho das empresas no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo – São Paulo, 2003.

REBÊLO, F. C. J. M. Crise financeira de 2008: a intervenção do Estado no domínio econômico. *Revista SJRJ*, v. 17, n. 28, p. 69-79, Rio de Janeiro, 2010.

RODRIGUEZ, G. M.; BRANDÃO, M. M. *Visões da Governança Corporativa: a realidade das sociedades por ações e a sustentabilidade*. 1 ed. São Paulo: Saraiva, 2010. 140 p.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Governança Corporativa e Limites para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais Brasileiro: Análise do Risco Brasil. In: XXVIII Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD), 2004, Curitiba, *Anais...* Curitiba, 2004.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of Corporate Governance. *Journal of Political Economy*. v. 94, nº 3, p. 737-783, 1997.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no Mercado de Capitais brasileiro. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, Dez, 2006.

Recebido em 11 de janeiro de 2014.

Aceito em 08 de março de 2014.